



BANK OF CANADA
BANQUE DU CANADA

Government
Publications

CA1
FN73
-2006
R23



Renewal of the Inflation-Control Target

Background Information — November 2006

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario K1A 0G9

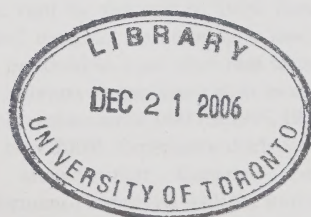
ISBN 0-662-49624-8
Cat. No. FB2-19/2006


Printed in Canada on recycled paper.

BANK OF CANADA

RENEWAL OF THE INFLATION-CONTROL TARGET

BACKGROUND INFORMATION





Digitized by the Internet Archive
in 2022 with funding from
University of Toronto



<https://archive.org/details/31761115544413>

The Government and the Bank of Canada have renewed Canada's inflation-control target for a further five-year period, ending 31 December 2011. Under this agreement, the Bank will continue to conduct monetary policy aimed at keeping inflation, as measured by the consumer price index (CPI), at 2 per cent, with a control range of 1 to 3 per cent around this target.

Since Canada adopted an inflation-targeting regime in 1991, the record shows that inflation has been low and stable and, as a result, Canadians have benefited in a number of important ways. An improved inflation environment has allowed consumers and businesses to manage their finances with greater certainty about the future purchasing power of their savings and income. Low and stable inflation has also meant that interest rates, both in nominal and real terms, have been lower. More broadly, low, stable, and predictable inflation has helped encourage more stable economic growth in Canada and lower and less-variable unemployment. Section 1 of this background document discusses the main benefits of Canada's inflation-control strategy.

In preparation for the renewal of the agreement, several issues were investigated to further strengthen and clarify the framework within which the Bank will be conducting monetary policy over the next five years. The conclusions reached by the Bank on three key issues—the role of core inflation, the appropriate time horizon for returning inflation to target following economic shocks, and the implications of asset-price movements—are discussed in Section 2.

The inflation-targeting regime in Canada has led to greatly improved inflation performance and greater economic stability. There always remains the question, however, of whether the specific regime established in the 1990s will deliver the greatest contribution that monetary policy can make to economic performance and to the well-being of Canadians in the decades ahead.

With this in mind, the Bank plans to lead a concerted research program over the next three years, and to publish the results for public discussion well in advance of the next renewal date in 2011. The goal of this research will be to learn from our experience and that of others, and to examine whether and how the monetary policy framework in Canada might be improved. The Bank invites others to join this research program, since we know that a broad and open research effort will produce more robust findings. Section 3 discusses the issues and planned research program in greater detail.

1. CANADA'S EXPERIENCE WITH INFLATION TARGETING

Canada first announced inflation targets in February 1991. The initial objective was to reduce inflation from an underlying rate of roughly 4 to 5 per cent at the start of 1991 to 2 per cent by the end of 1995. Focus then shifted towards maintaining a low, stable, and predictable 2 per cent rate of inflation. The inflation targets have been extended on four occasions since 1991 (in 1995, 1998, 2001, and now 2006). Experience during this time has shown that Canada's economic performance improved with the introduction of the targets and with the success achieved in meeting them. In conjunction with other factors, most notably a sound fiscal policy, the inflation targets have clearly made an extremely important contribution. All the major benefits that an inflation-targeting framework was supposed to deliver have been realized and, in some cases, exceeded.

There were also costs associated with the adjustment to lower inflation, given the very difficult circumstances that existed in 1990–91 in Canada. It took some time for the credibility of the new regime to be established and for inflation expectations to converge on the target, although less time than many analysts had expected. Against this one-time adjustment cost, the benefits of low, stable, and predictable inflation have been ongoing.

1.1 Inflation performance

The first benefit that was expected from moving to an inflation-targeting framework was a lower and more stable inflation rate. Table 1 contains summary statistics for total CPI inflation over various periods. This is the inflation series regularly reported by Statistics Canada for all the price components in the consumer basket and is the inflation rate to which the inflation target applies.

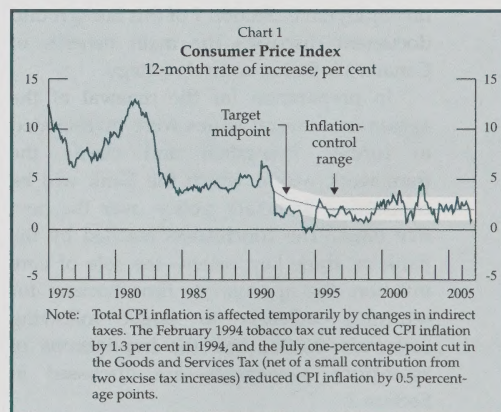
Table 1					
Inflation Performance over Different Time Periods*					
	1975M1 to 1991M1	1991M2 to 2006M10	1995M12 to 2006M10	1995M12 to 2001M4	2001M5 to 2006M10
Average (%)	7.1	2.1	2.0	1.8	2.3
Standard deviation	2.9	1.3	0.9	0.7	0.9
Percentage of time within the control range	n.a.	71	80	83	77

* Inflation is defined as the 12-month rate of increase in the total CPI.

A comparison of the period preceding the adoption of inflation targets with the period that succeeded it, highlights several differences. First, inflation since 1991 has been significantly lower, on average, than it was from 1975 to 1991. Second, the variability of inflation, as measured by the standard deviation of total CPI inflation, has also been significantly lower.

Total CPI inflation has averaged very close to 2 per cent throughout the period of inflation targeting, particularly since 1995. Over this latter period, inflation has remained within the control range of 1 to 3 per cent 80 per cent of the time. Moreover, in 2006, the level of the CPI has been close to what would have been anticipated had inflation of exactly 2 per cent been achieved every year since 1995.¹

For the five-year period covering the latest inflation-targeting agreement, average inflation and the variability of inflation have risen slightly relative to the 1995 to 2001 period. This largely reflects the significant price shocks hitting the Canadian economy during this period, particularly the marked rise in the world price of oil. Overall, Canadian inflation over the period of the last agreement has been remarkably well behaved (Chart 1), particularly when compared with the experience in the 1970s and early 1980s when there were similar oil-price shocks.

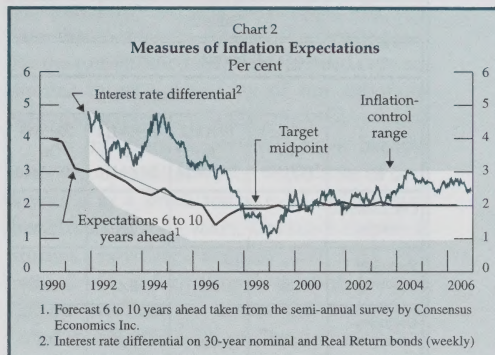


1. If the inflation rate had been consistently and exactly 2 per cent since the target has been 2 per cent, the level of the CPI in the first 10 months of 2006 would have averaged 128.8. The actual level of the CPI averaged 129.9 from January to October 2006, a difference of less than 1 per cent. For October 2006—the most recent month—the actual price level (129.7) is the same as the price level that would have prevailed had inflation been exactly 2 per cent in every month since December 1994.

1.2 Inflation expectations

Success in reducing inflation, coupled with an explicit commitment to keep inflation low and stable through time, has helped to anchor inflation expectations. This has allowed businesses and households to take a longer view with respect to their planning, which has led to a better allocation of economic and financial resources. Well-anchored inflation expectations have also helped to reduce the pass-through of exchange rate and energy-price shocks to wages and prices, as well as dampening the sensitivity of inflation to excess demand and excess supply. All of this has made the conduct of monetary policy more effective and efficient. A self-reinforcing system seems to have developed, in which a better monetary policy framework has led to better inflation outcomes. This, in turn, has led to increased policy credibility and a more stable macroeconomic environment.

There are two popular methods of estimating inflation expectations. The first involves surveying professional forecasters and other interested observers. The second involves deriving inflation expectations from the interest rate differentials reported on nominal and Real Return bonds (Reid, Dion, and Christensen 2004). Chart 2 contains representative results based on these two approaches. Both measures suggest that inflation expectations fell significantly after the introduction of inflation targets and stabilized around the 2 per cent target. Projections of inflation made by professional forecasters converged to the target very quickly, while those implied by the real-nominal interest rate differential did not converge until bondholders were convinced that fiscal policy in Canada was on a sustainable track. Note also that estimates taken from the interest rate differential are more variable, largely because of the nature of the market for Real Return Bonds. For example, while the widening of the interest rate differential in the past two years suggests some increase in inflation expectations, this



widening appears to be partly related to a strong demand for Real Return Bonds from institutional investors at a time when the supply has remained relatively low.

1.3 Output growth, employment, and financial markets

An important reason for having a monetary policy directed towards achieving low, stable, and predictable inflation is the contribution that it makes to overall economic and financial stability. Table 2 repeats some of the information presented in Table 1 and extends the analysis to interest rates, output growth, and employment. Many factors have played a role in the improved performance of these other indicators, but Canada's inflation-targeting regime has been an important contributing factor (Jenkins and O'Reilly 2001; Longworth 2002). As inflation expectations fell and became more firmly anchored on the inflation target, nominal interest rates, both short and long term, became much lower and more stable. Firmly anchored inflation expectations have also encouraged the use of longer-term contracts in labour and financial markets, as well as a decline in the use of cost-of-living index clauses. On the real side of the economy, output growth has been generally higher and significantly more stable over the 1991 to 2006 period, while the unemployment rate has fallen to a 30-year low.

Table 2				
Canada's Economic Performance				
	Average (%)			
	1975M1 to 1991M1	1991M2 to 2006M10	1995M12 to 2006M10	2001M5 to 2006M10
CPI: 12-month increase	7.1	2.1	2.0	2.3
Real GDP growth ¹	2.9	3.1	3.4	2.6
Unemploy- ment rate	8.9 ²	8.6	7.7	7.2
3-month interest rate	10.9	4.7	3.9	3.0
10-year interest rate	10.8	6.2	5.3	4.7
	Standard deviation			
	1975M1 to 1991M1	1991M2 to 2006M10	1995M12 to 2006M10	2001M5 to 2006M10
CPI: 12-month increase	2.9	1.3	0.9	0.9
Real GDP growth ¹	3.8	2.0	1.9	1.6
Unemploy- ment rate	1.7 ²	1.6	1.0	0.5
3-month interest rate	3.0	1.8	1.2	0.7
10-year interest rate	2.0	1.6	0.9	0.5

1. Annualized quarter-over-quarter growth rate for the periods: 1975Q1 to 1991Q1; 1991Q2 to 2006Q2; 1995Q4 to 2006Q2; 2001Q2 to 2006Q2

2. 1976M1 to 1991M1. The sample starts in 1976M1, owing to the introduction of a new labour force survey at that time.

1.4 Adjustment to macroeconomic shocks

During the past five years, the Canadian economy has been hit by a number of external and domestic shocks. These have included the collapse of the global high-tech bubble, 9/11, corporate scandals, SARS, BSE, and the rapid rise of oil prices. We have also had to face the emergence of China, India, and

other emerging-market countries as major economic forces. And since 2003, we have experienced a sharp appreciation of the Canadian dollar, which has primarily reflected strong world demand and high prices for the energy and other commodities that Canada produces. Although adjustment to these shocks has been difficult, the Canadian economy has demonstrated more flexibility and adaptability than was the case in earlier episodes involving shocks of a similar nature. Structural changes undertaken over the past number of years account for a good part of this increased flexibility. The more stable price environment provided by inflation targeting has also been an important contributing factor, allowing Canadian businesses and households to read price signals more clearly, respond to relative price shocks more promptly, and generally allocate resources more efficiently.

2. THE INFLATION-CONTROL FRAMEWORK: A REVIEW OF SOME KEY ISSUES

Prior to this latest renewal of the inflation target, Bank staff reviewed the literature and undertook new research on a number of issues. Several of these issues were also central to the Bank's work leading up to the renewal in 2001. From the staff's most recent review, the Bank has drawn conclusions related to how three issues will be approached in terms of the basic framework for conducting monetary policy over the five years of the current agreement. The three issues—core inflation as a useful guide to policy, the appropriate time horizon for returning inflation to target, and the implications of asset-price movements—are discussed in this section.

On issues related to the level and form of the inflation target, research has been less conclusive. Further research on these issues will be required, as discussed in Section 3.

2.1 Core inflation as an indicator of the underlying trend in inflation

The inflation target continues to be set in terms of the 12-month increase in the total consumer price index (CPI). Use of the CPI as the basis for the target reflects its role as the most commonly used indicator of inflation in the Canadian economy and the most relevant estimate of the cost of living for most Canadians.

Total CPI inflation, however, is subject to considerable variability and so is not always the best indicator of the underlying trend in inflation and, therefore, of where CPI inflation is likely to be in the period ahead. Because of the time lags associated with monetary policy actions, it is important for the Bank to focus on where inflation is likely to be 1 1/2 to 2 years into the future. Measures of core inflation, along with indicators of capacity pressures, have been shown to be useful indicators of underlying inflation and, hence, of where total CPI inflation could be in the future. For this reason, core inflation provides a useful guide for the conduct of monetary policy.

It should be noted, however, that core inflation provides a useful guide to the extent that total CPI inflation is projected to converge to core inflation. If this were not expected to be the case, owing to anticipated persistent changes in the CPI components that are excluded from the core measure, total CPI inflation would take precedence. In other words, it would be necessary, in such a situation, to pursue a lower, or higher, rate of increase in core inflation in order to achieve the target for the total CPI.

The measure of core inflation used by the Bank (CPIX) strips out many of the most volatile components of total CPI. The eight components dropped from the all-items index are: fruit and vegetables, gasoline, fuel oil, natural gas, intercity transportation, tobacco, and mortgage-interest costs. The effects of changes in indirect taxes on the remaining CPI components are also excluded (Macklem 2001). As can be seen from Table 3,

the variability of CPIX is substantially less than that of total CPI. As well, the mean values for the rates of increase of the CPI and CPIX are similar in all subperiods of our inflation-targeting experience in Canada.

As inflation expectations have become more firmly anchored, the usefulness of core inflation as a predictor of total CPI inflation has declined somewhat. Updated empirical studies, however, suggest that CPIX still retains an informational advantage and allows the Bank to assess the underlying trend in inflation with greater accuracy than the use of total CPI alone would permit (Armour 2006; Armour and Laflèche 2006).

Table 3			
Total vs Core CPI Inflation			
	1991M2 to 1995M11	1995M12 to 2001M4	2001M5 to 2006M10
12-month rate of increase (%)			
Total CPI	2.2	1.8	2.3
Core CPI (CPIX)	2.1	1.5	2.0
Standard deviation			
Total CPI	1.8	0.7	0.9
Core CPI (CPIX)	0.4	0.4	0.5

The Bank intends to continue using CPIX as its preferred measure of core inflation. But there are other inflation measures, such as CPIW, that also contain useful information.² In this regard, it is important to note that, as in the past, the Bank will continue to look at a range of measures in order to assess the underlying trend of inflation. Considerable judgment must always be applied, and no one measure is relied on exclusively.

2.2 The target horizon

The Background Information document released at the time of the 2001 inflation target renewal observed that “Shocks to

2. CPIW adjusts the weights of the various CPI components in a fashion inversely proportional to their variability. The Bank regularly reports on CPIW in its *Monetary Policy Report*.

demand and supply may push inflation in ways that cannot be offset in the short run because there are lags in the effect of monetary policy. Monetary policy will therefore be directed to moving inflation back to the target midpoint over a six-to-eight-quarter horizon" (Bank of Canada 2001a). More recent research, conducted by Bank economists in preparation for this latest renewal, suggests that the horizon of six to eight quarters remains a reasonable estimate of the average time period within which the Bank should aim to bring inflation back to the 2 per cent target following a shock.

Over the past 15 years, there appears to have been a marked reduction in the persistence of inflation. The autocorrelation coefficient on quarterly inflation, which is often used to measure the persistence of a variable, has fallen from approximately 0.8 in the 1980s, to essentially zero in the past 10 years. In earlier periods, inflation displayed considerable inertia and was difficult to unwind once it had risen. It now shows a tendency to revert more quickly to the 2 per cent target following a disturbance. This development is not unique to Canada and has been observed in several other industrial countries that have successfully lowered inflation. While it is impossible to credit the reduced persistence to a single factor, the anchoring effect that inflation targeting has had on inflation expectations and, hence, on realized inflation rates, has no doubt exerted an important influence (Levin, Natalucci, and Piger 2004). The significance of this from the perspective of monetary policy implementation is that it may be possible, in some instances, to respond to both anticipated and actual shocks over a somewhat shorter horizon.

At the same time, studies at the Bank of Canada using detailed macroeconomic models to simulate the effects of a wide variety of disturbances have shown that some shocks have more long-lived effects than others and might, therefore, require a longer time horizon to bring inflation back to target

(Coletti, Selody, and Wilkins 2006). Some of the most frequently cited examples in this regard are large asset-price shocks, such as a sudden decline in equity or housing prices.

Overall, the conclusion that the Bank has drawn from the research is that the present policy of bringing inflation back to target within a horizon of six to eight quarters is still appropriate generally, although specific occasions may arise in which a somewhat shorter or longer time horizon might be considered. A full discussion of the shocks to the Canadian economy and of the Bank's policy response to them, will be provided in the Bank's *Monetary Policy Reports*.

2.3 Asset prices

Asset prices have been at the centre of some of the most active monetary policy debates in recent years. The experience of Japan in the late 1980s, with the sudden collapse of its asset-price bubble, has served as a useful reminder that stable consumer prices are no guarantee of financial and economic stability. A similar message was repeated with the high-tech bubble in North America 10 years later. These episodes have raised important questions about how central banks should assess and respond to asset-price movements.³

In the late 1990s and early 2000s, the Bank's view, in line with the consensus view of the central banking community, was that central banks should focus on asset prices only to the extent that they provided additional information on future output and inflation, and should respond accordingly in the context of the existing monetary policy framework. An alternative view held that the targeted price index should be changed to give more explicit recognition to the stabilization of asset prices in policy

3. The discussion in this section focuses on movements in equity and housing prices, as opposed to exchange rates. The Bank's views on exchange rate movements are described in some detail in the January 2005 *Monetary Policy Report Update*, as well as in numerous speeches.

formulation. Three main arguments have been put forward to counter this view. First, it was noted that asset-price bubbles are very difficult to identify, let alone correct. Second, traditional monetary policy instruments are not well suited to correcting asset-price misalignments. Third, the best contribution that central banks can make to economic stability in the context of an asset-price bubble is to minimize the damage associated with the bursting of a bubble by reacting with timely remedial action after it has occurred (Laidler 2004).

Since the early 2000s, there has been a slight shift in the consensus view. There remains general agreement, to which the Bank of Canada continues to subscribe, that no explicit recognition should be given to asset prices in the target index, beyond the recognition already accorded the price of housing services in the CPI. In essence, therefore, the central bank's mission should remain unchanged. The central bank should focus on the inflation and output consequences of any economic disturbance, including asset-price shocks, and it should continue to respond in a manner consistent with meeting its long-run inflation objective. Some flexibility might be required, however, with regard to the time horizon over which this is realized. This, in turn, might involve sacrificing something in terms of inflation performance over the usual horizon but could lead to greater financial, economic, and inflation stability over a somewhat longer horizon.

While it might be appropriate for monetary policy to respond to asset-price developments in exceptional circumstances, and, in so doing, to extend the horizon for returning inflation to its target level, the Bank has concluded that, in most situations, the existing time frame of six to eight quarters would still be relevant.⁴ In circumstances where it was judged that the horizon should

be adjusted, the Bank would indicate, through its communications, the reasons for the change and how it planned to respond.

3. ISSUES WARRANTING FURTHER RESEARCH

After 15 years of experience with inflation targeting in Canada, it is clear that focusing monetary policy on keeping inflation low, stable, and predictable has helped the economy function more efficiently and has improved the economic well-being of Canadians. In recent years, researchers have begun to explore whether it might be possible to further improve inflation-control frameworks to achieve additional benefits in terms of better economic performance. Much of this research has focused on the potential net benefits to an economy from targeting a lower rate of inflation or from targeting a price-level path instead of inflation. As noted earlier, this research is at an early stage and a number of outstanding issues remain.

The Bank, therefore, plans to lead a concerted research effort over the next three years. Other interested researchers are invited to join the effort. The research program will focus on two broad sets of questions:

- What are the costs and benefits of an inflation target lower than 2 per cent? Would an inflation target lower than 2 per cent generate significant net benefits for the economy and for Canadian households?
- What are the costs and benefits of replacing the current inflation target with a longer-term, price-level target? Would a price-level target produce significant net benefits for the economy and for Canadian households?

An important aspect of this research will be to examine the extent to which the choice of the monetary policy framework in an open economy, such as Canada, should be influenced by the choice of the monetary policy framework of a major trading partner.

4. See Selody and Wilkins (2004) and Tetlow (2006). The serious challenge of identifying when an asset-price movement might require an exceptional policy response remains an important complication for the practical application of this strategy.

3.1 Targeting lower inflation

Targeting a low, stable, and predictable inflation rate of 2 per cent per annum removes much of the uncertainty and economic costs associated with high and volatile inflation, such as Canadians experienced during the 1970s and 1980s. It does not, however, eliminate all of the costs associated with inflation. A 2 per cent rate of inflation causes the price level to double approximately every 35 years. Although the erosion in purchasing power is difficult to notice year by year, it can still pose a serious problem on a cumulative basis. This erosion is particularly acute for those pensioners on a fixed income.⁵ It can also distort price signals, because of potential confusion between movements in relative prices and a change in the aggregate price level, and it can impose “menu costs” by creating the need to regularly adjust prices. The key questions are whether the benefits of reducing the target rate of inflation below 2 per cent are significant, and whether the prospective benefits would outweigh the possible transition costs associated with achieving a lower ongoing inflation rate (Ragan 1998).

The reasons traditionally given for not targeting an inflation rate closer to zero have centred primarily on three issues: (i) the measurement error embedded in existing price indexes; (ii) the labour market consequences of the presence of downward nominal wage rigidities; and (iii) the problems posed by the constraint that nominal interest rates cannot go below zero.

The importance of the first two issues from a monetary policy perspective appears to have diminished over time. Estimates of the upward bias in CPI inflation in Canada are modest.⁶ The latest Bank of Canada research

on this issue concludes that the measurement error in Canada’s CPI is, at most, 0.75 per cent, and more likely 0.5 to 0.6 per cent (Rossiter 2005).⁷ There is also little evidence that labour market adjustment has been inhibited by low inflation. While there is evidence of a limited amount of downward nominal wage rigidity, this does not appear to have increased the average unemployment rate. Indeed, unemployment rates in Canada have fallen to their lowest levels in 30 years.⁸ The implication is that these two issues, by themselves, would not appear to provide a compelling argument against a lower inflation target, although they could have implications for how much lower. This issue will require further examination.

The third issue—the zero lower bound on nominal interest rates—has received considerable attention in recent years, and understanding its implications will be critical to assessing the potential net benefits of a lower inflation target, or of a target path for the price level. This attention is partly explained by the recent experience of Japan, which faced persistent price deflation and weak output growth for most of the 1990s and early 2000s. One of the policy dilemmas that Japan had to deal with during this period was the difficulty it faced in trying to undertake stimulative monetary policy action when domestic interest rates were already at or close to zero. Price deflation, coupled with the zero bound, limited the ability of the Bank of Japan to reduce real interest rates and thereby stimulate the domestic economy. Targeting a zero rate of inflation, some observers suggest, would

7. See also Crawford (1998).

8. Akerlof et al. (1996), Fortin (1996), and Fortin et al. (2002) claim that targeting a rate of inflation that was too low might inhibit necessary adjustments in real wages. Targeting inflation rates lower than 3 to 4 per cent, they argued, could, therefore, raise the average unemployment rate and reduce potential output. Research at the Bank of Canada and elsewhere has shown that, while downward nominal wage rigidities do exist, they are not economically significant. In other words, the employment and output consequences of these rigidities are essentially undetectable. See Crawford and Wright (2001) and Bank of Canada (2001b).

5. Some pensions are indexed, including the Canada Pension Plan and Old Age Security.

6. The measurement-error argument is based on the assumption that the errors are, on average, relatively large and positive, causing existing price indexes, such as the CPI, to overstate the true cost of living. Targeting an inflation rate that is too low could therefore create an unintended deflationary bias and move the economy away from true price stability.

increase the likelihood of falling into such a “liquidity trap.”

In light of these concerns, research has been undertaken on several fronts addressing how to avoid such a situation. Some researchers have suggested that Japan might not have fallen into a liquidity trap if it had had an explicit inflation or price-level target (Svensson 2001). A second line of research has explored the use of alternative policy instruments to help stimulate the economy even if it does fall into a liquidity trap. The judgment that emerged was that the problems posed by the zero bound could be effectively mitigated by monetary policy communication to affect expectations of future policy interest rates and by open-market operations over a broader range of securities (Bernanke et al. 2004). At the same time, it was recognized that there is uncertainty about the effects of monetary policy at or very close to the zero bound. The third area of research focuses on the effect that price-level targeting might have on inflation expectations. Recent work suggests that the risks of hitting the zero bound on interest rates could be materially reduced if a lower inflation objective were combined with a target path for the price level. In other words, the two initiatives working together could help overcome the problem that might otherwise be posed by having inflation “too low” (Eggertsson and Woodford 2003; Wolman 2003).

3.2 Targeting a price level

The main difference between price-level targeting and inflation targeting is the way in which past deviations from the target are treated. Inflation targeting, as it is currently practised, effectively ignores past deviations from the target—that is bygone are bygone. It allows “one-off” price-level movements and aims only at bringing future (i.e., projected) inflation back to the target. In contrast, with a price-level target (which could rise over time), the short-run inflation objective would be adjusted from time to time

in order to unwind any cumulative deviations of the actual price level from the target price level that had occurred. If the actual price level were below (or above) the price-level target, the central bank would have to aim for a slightly higher (or lower) inflation rate over a period of time in order to bring the actual price level back to the target.⁹ If the actual price level corresponded to the targeted level, however, there would be no need to adjust the short-run inflation objective.

With an inflation target, the average rate of inflation should converge towards the target rate over the long run, provided that the shocks hitting the economy are random and that the central bank consistently aims for the target. But uncertainty about the future price level will, nevertheless, rise without limit as the planning horizon is lengthened, since there is no attempt in an inflation-targeting regime to return the price level to a specified path. This uncertainty could be contained if central banks targeted the price level directly and committed to offsetting over time any unexpected deviations or drift in one direction with future price movements in the other.

By providing households and businesses with greater certainty about the price level well into the future, price-level targeting might reduce the risks associated with entering into long-term financial obligations and could improve overall economic well-being by minimizing a source of unnecessary uncertainty. This could prove particularly beneficial for the increasing number of retirees on fixed incomes. Whether the benefits from greater price-level certainty are significant is the subject of ongoing research, as are the costs that might be associated with trying to pursue a price-level strategy (Batini and Yates 2003; Vestin 2006; Berg and Jonung 1999).

9. Compared with the six-to-eight-quarter horizon used for inflation targeting, some preliminary research suggests that the horizon for price-level targeting would be three to four years (Smets 2003).

Several issues have been raised with regard to adopting some form of price-level targeting. One relates to the difficulty that might be associated with explaining price-level targeting to the general public. A clear understanding of the monetary policy objective and of the central bank's commitment to achieving it are two critical elements of any targeting arrangement, since expectations of future price movements play such an important role in the transmission of monetary policy.

Another issue is the concern that targeting a price level would induce larger fluctuations in output. Reversing past deviations of the price level from its target could require stimulating the economy beyond its capacity limits, or dampening activity to generate excess supply. Thus, even if the central bank succeeded in achieving its price-level objective, there might still be a cost in the form of increased variability in output and employment, which could outweigh any direct benefit from reduced price-level uncertainty. The problems confronting policy-makers could become even more challenging in the event of a series of large relative price shocks, such as a persistent increase in energy prices. This could require substantial offsetting decreases in other prices to bring the total CPI in line.¹⁰

Some research, however, suggests that price-level targeting might actually lead to smaller business cycles (Svensson 1999; Ball, Mankiw, and Reis 2005). Provided that the price-level target was credible and well understood, the price expectations it would generate could reduce fluctuations in output and inflation. Shocks that pushed prices below the target level would lead households and businesses to expect prices to rise in the future in response to stimulative monetary policy aimed at returning the price level to target. Businesses and households would

therefore accelerate their spending, reinforcing the central bank's effort and moderating the movements in output. The same process would operate when shocks pushed prices above the target, but in reverse.

With price-level expectations better anchored, the movements in nominal interest rates required to redirect economic activity would also be smaller.¹¹ Combined with the self-stabilizing properties of a credible price-level target, this would, in turn, help to address the problem posed by the zero bound on nominal interest rates, giving policy-makers more scope to deal with negative shocks in a low-inflation environment than they otherwise might enjoy.

* * * * *

It is evident from this discussion that there are a number of important issues and questions that need to be addressed as part of the Bank's planned research program. Some of the specific questions that will be examined include:

- 1) How large are the improvements in economic welfare from having a lower targeted rate of inflation, and how might they be affected by the zero bound on interest rates? Are there practical ways to avoid or minimize the zero-bound problem?
- 2) What are the key frictions that give rise to transition costs as the economy moves from one targeted inflation rate to another, lower one, or from an inflation target to a price-level target? How large are these costs, and how can they be minimized?

10. This assumes that total CPI (or total CPI ex indirect taxes) would remain the targeted index. Some research has indicated that other price indexes might be more appropriate in a price-level targeting regime.

11. More specifically, the real interest rate would rise more than the nominal interest rate when prices rose above target, and would fall more than the nominal rate when prices dropped below target.

- 3) What are the benefits of reduced price-level uncertainty? What are the potential welfare gains from price-level targeting, especially in regard to facilitating long-term investment decisions and the use of long-term, nominal-debt contracts? Would price-level targeting help address the zero-bound problem in an important way?
- 4) What are the relative merits of inflation targeting versus price-level targeting in an open economy susceptible to large and persistent terms-of-trade shocks? Can models of the global economy help quantify some of the benefits and costs? Which price index should be targeted?
- 5) To what extent should the choice of monetary policy framework in an open economy, such as Canada, be influenced by the choice of monetary policy framework in other countries (e.g., the United States)? Does this affect the balance of benefits and costs associated with price-level targeting versus inflation targeting?

The research effort undertaken by the Bank will address these questions, as well as any necessary reassessment of issues covered in the past, and any new issues that may arise. The Bank invites other researchers to join in this effort. As indicated in the introduction, the goal is to complete this research well before 2011 so as to ensure sufficient time for open discussion of the results and their implications. We do not know what answers will emerge, but we do know that the results and conclusions will be more robust if they have been subjected to open, thorough, and vigorous debate among research economists and others with an interest in these issues and questions.

REFERENCES

- Akerlof, G., W. Dickens, and G. Perry. 1996. "The Macroeconomics of Low Inflation." *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 1-59.
- Armour, J. 2006. "An Evaluation of Core Inflation Measures." Bank of Canada Working Paper No. 2006-10.
- Armour, J. and T. Laflèche. 2006. "Evaluating Measures of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Summer): 19-29.
- Ball, L., N.G. Mankiw, and R. Reis. 2005. "Monetary Policy for Inattentive Economies." *Journal of Monetary Economics* 52: 703-25.
- Bank of Canada. 2001a. *Renewal of the Inflation-Control Target: Background Information*. Ottawa: Bank of Canada, May. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Summer 2001): 59-63.
- . 2001b. "Technical Background Document 1: A Brief Review of the Literature on Whether a Low-Inflation Regime Leads to Economic Difficulties." Ottawa: Bank of Canada, May. Reprinted in the *Bank of Canada Review* (Summer 2001): 64-66.
- Batini, N. and T. Yates. 2003. "Hybrid Inflation and Price-Level Targeting." *Journal of Money, Credit and Banking* 35: 283-300.
- Berg, C. and L. Jonung. 1999. "Pioneering Price Level Targeting: The Swedish Experience 1931-1937." *Journal of Monetary Economics* 43: 525-51.

- Bernanke, B., V. Reinhart, and B. Sack. 2004. "Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment." Federal Reserve Board Finance and Economics Discussion Series No. 2004-48.
- Coletti, D., J. Selody, and C. Wilkins. 2006. "Another Look at the Inflation-Targeting Horizon." *Bank of Canada Review* (Summer): 31-37.
- Crawford, A. 1998. "Measurement Biases in the Canadian CPI: An Update." *Bank of Canada Review* (Spring): 39-56.
- Crawford, A. and G. Wright. 2001. "Downward Nominal-Wage Rigidity: Micro Evidence from Tobit Models." Bank of Canada Working Paper No. 2001-7.
- Eggertsson, G. and M. Woodford. 2003. "The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy." *Brookings Papers on Economic Activity* 1: 139-211.
- Fortin, P. 1996. "The Great Canadian Slump." *Canadian Journal of Economics* 29: 761-87.
- Fortin, P., G. Akerlof, W. Dickens, and G. Perry. 2002. "Inflation and Unemployment in the U.S. and Canada: A Common Framework." Département des sciences économiques, Université du Québec à Montréal Working Paper No. 20-16.
- Jenkins, P. and B. O'Reilly. 2001. "Monetary Policy and the Economic Well-Being of Canadians." *The Review of Economic Performance and Social Progress*. Institute for Research on Public Policy.
- Laidler, D. 2004. "Sticking to its Knitting: Why the Bank of Canada Should Focus on Inflation Control, Not Financial Stability." CD Howe Institute Commentary No. 196.
- Levin, A., F. Natalucci, and J. Piger. 2004. "Explicit Inflation Objectives and Macroeconomic Outcomes." European Central Bank Working Paper No. 383.
- Longworth, D. 2002. "Inflation and the Macroeconomy: Changes from the 1980s to the 1990s." *Bank of Canada Review* (Spring): 3-18.
- Macklem, T. 2001. "A New Measure of Core Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3-12.
- Ragan, C. 1998. "On the Believable Benefits of Low Inflation." Bank of Canada Working Paper No. 98-15.
- Reid, C., F. Dion, and I. Christensen. 2004. "Real Return Bonds: Monetary Policy Credibility and Short-Term Inflation Forecasting." *Bank of Canada Review* (Autumn): 15-26.
- Rossiter, J. 2005. "Measurement Bias in the Canadian Consumer Price Index." Bank of Canada Working Paper No. 2005-39.
- Selody, J. and C. Wilkins. 2004. "Asset Prices and Monetary Policy: A Canadian Perspective on the Issues." *Bank of Canada Review* (Autumn): 3-13.
- Smets, F. 2003. "Maintaining Price Stability: How Long is the Medium Term?" *Journal of Monetary Economics* 50: 1293-1309.

- Svensson, L.E.O. 1999. "Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch?" *Journal of Money, Credit and Banking* 31: 277–95.
- . 2001. "The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap." Bank of Japan. *Monetary and Economic Studies* 19(S-1): 277–312.
- Tetlow, R. 2006. "Monetary Policy, Asset Prices, and Misspecification." In *Issues in Inflation Targeting*, 155–83. Proceedings of a conference held by the Bank of Canada. Ottawa: Bank of Canada, April 2005.
- Vestin, D. 2006. "Price-Level versus Inflation Targeting." *Journal of Monetary Economics* 53: 1361–76.
- Wolman, A.L. 2003. "Real Implications of the Zero Bound on Nominal Interest Rates." Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper No. 03–15. (Forthcoming in *Journal of Money, Credit and Banking*.)

- Laidler, D. (2004). « Sticking to its Knitting: Why the Bank of Canada Should Focus on Inflation Control, Not Financial Stability », commentaire n° 196, Institut C. D. Howe.
- Levin, A., F. Natalucci et J. Piger (2004). « Explicit Inflation Objectives and Macroeconomic Outcomes », document de travail n° 383, Banque centrale européenne.
- Longworth, D. (2002). « Inflation et macroéconomie : changements survenus entre les années 1980 et 1990 », *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 3-19.
- Macklem, T. (2001). « Une nouvelle mesure de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-14.
- Ragan, C. (1998). « On the Believable Benefits of Low Inflation », document de travail n° 98-15, Banque du Canada.
- Reid, C., F. Dion et I. Christensen (2004). « Les obligations à rendement réel : la crédibilité de la politique monétaire et la prévision de l'inflation à court terme », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 17-29.
- Rossiter, J. (2005). « Measurement Bias in the Canadian Consumer Price Index », document de travail n° 2005-39, Banque du Canada.
- Selody, J., et C. Wilkins (2004). « Prix des actifs et politique monétaire : une perspective canadienne », *Revue de la Banque du Canada* (automne), p. 3-16.
- Smets, F. (2003). « Maintaining Price Stability: How Long is the Medium Term? », *Journal of Monetary Economics*, vol. 50, n° 6, p. 1293-1309.
- Svensson, L. E. O. (1999). « Price-Level Targeting versus Inflation Targeting: A Free Lunch? », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 31, n° 3, p. 277-295.
- Svensson, L. E. O. (2001). « The Zero Bound in an Open Economy: A Foolproof Way of Escaping from a Liquidity Trap », *Monetary and Economic Studies*, Banque du Japon, vol. 19, n° S-1, p. 277-312.
- Tetlow, R. (2006). « Monetary Policy, Asset Prices, and Misspecification », dans d'un colloque tenu à la Banque du Canada en avril 2005, Ottawa, Banque du Canada, p. 155-183.
- Vestin, D. (2006). « Price-Level versus Inflation Targeting », *Journal of Monetary Economics*, vol. 53, n° 7, p. 1361-1376.
- Wolman, A. L. (2003). « Real Implications of the Zero Bound on Nominal Interest Rates », document de travail n° 03-15, Banque fédérale de réserve de Richmond. À paraître dans le *Journal of Money, Credit and Banking*.

BIBLIOGRAPHIE

- Akerlof, G., W. Dickens et G. Perry (1996). « The Macroeconomics of Low Inflation », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 1-59.
- Armour, J. (2006). « An Evaluation of Core Inflation Measures », document de travail n° 2006-10, Banque du Canada.
- Armour, J., et T. Laflèche (2006). « Evaluation des mesures de l'inflation fondamentale », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 21-31.
- Ball, L., N. G. Mankiw et R. Reis (2005). « Monetary Policy for Inattentive Economies », *Journal of Monetary Economics*, vol. 52, n° 4, p. 703-725.
- Banque du Canada (2001a). *Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation : note d'information*, Ottawa, Banque du Canada (mai). Texte reproduit dans la livraison de l'été 2001 de la *Revue de la Banque du Canada*, p. 71-75.
- (2001b). *Document d'information technique 1 : Survol des travaux visant à établir si un régime de faible inflation est dommaable pour l'économie*, Ottawa, Banque du Canada (mai). Texte reproduit dans la livraison de l'été 2001 de la *Revue de la Banque du Canada*, p. 76-78.
- Batini, N., et T. Yates (2003). « Hybrid Inflation and Price-Level Targeting », *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 35, n° 3, p. 283-300.
- Berg, C., et L. Jonung (1999). « Pioneering Price Level Targeting: The Swedish Experience 1931-1937 », *Journal of Monetary Economics*, vol. 43, n° 3, p. 525-551.
- Bernanke, B., V. Reinhart et B. Sack (2004). « Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment », Conseil des gouverneurs de la Réserve fédérale, coll. « Finance and Economics Discussion », n° 2004-48.
- Coletti, D., J. Selody et C. Wilkins (2006). « Une nouvelle analyse de l'horizon de la cible d'inflation », *Revue de la Banque du Canada* (été), p. 33-40.
- Crawford, A. (1998). « Le point sur les baisses de mesure inhérents à l'IPC canadien », *Revue de la Banque du Canada* (printemps), p. 39-56.
- Crawford, A., et G. Wright (2001). « Downward Nominal-Wage Rigidity: Micro Evidence from Tobit Models », document de travail n° 2001-7, Banque du Canada.
- Eggertsson, G., et M. Woodford (2003). « The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy », *Brookings Papers on Economic Activity*, n° 1, p. 139-211.
- Fortin, P. (1996). « The Great Canadian Slump », *Revue canadienne d'économique*, vol. 29, n° 4, p. 761-787.
- Fortin, P., G. Akerlof, W. Dickens et G. Perry (2002). « Inflation and Unemployment in the U.S. and Canada: A Common Framework », document de travail n° 20-16, Département des sciences économiques, Université du Québec à Montréal.
- Jenkins, P., et B. O'Reilly (2001). « Monetary Policy and the Economic Well-Being of Canadians », *The Review of Economic Performance and Social Progress*, Institut de recherche en politiques publiques.

combinée aux propriétés autostabilisatrices d'une cible crédible de niveau des prix, pourrait aider à résoudre le problème posé par la borne du zéro, de sorte que les décideurs publics disposeraient d'une plus grande latitude pour faire face aux chocs négatifs dans un climat de faible inflation.

* * * * *

L'analyse qui précède a mis en lumière un certain nombre de thèmes et de questions que la Banque juge important d'inscrire à son programme de recherche. Voici certains des points qui seront étudiés :

- 1) La réduction de la cible d'inflation permettrait-elle des gains importants au chapitre de la prospérité? Leur ampleur se ressentirait-elle du fait que les taux d'intérêt nominaux ne peuvent descendre sous zéro? Comment peut-on, dans la pratique, contourner ce problème ou en limiter la gravité?

- 2) La réduction de la cible d'inflation ou le remplacement de celle-ci par une cible fondée sur le niveau des prix entraînerait-il des coûts de transition pour l'économie? Quelles sont les principales frictions à l'origine de ces coûts de transition? Quelle serait l'importance de ces derniers? Comment pourrait-on les limiter?

- 3) Quels avantages tirerait-on d'une diminution de l'incertitude entourant le niveau des prix? L'adoption d'une cible de niveau des prix aurait-elle des effets positifs sur le bien-être, notamment en facilitant la prise des décisions d'investissement à long terme et en favorisant la conclusion de contrats de prêt de longue durée formulés en termes nominaux? Contribuerait-elle de façon apprée-

ciable à résoudre le problème posé par la borne du zéro?

- 4) Quels sont les mérites respectifs d'un régime de cibles fondées sur le niveau des prix et d'un régime de cibles d'inflation dans une économie ouverte susceptible de subir des modifications considérables et persistantes de ses termes de l'échange? Des modèles de l'économie mondiale peuvent-ils aider à quantifier certains des avantages et des coûts en jeu? En fonction de quel indice des prix la cible devrait-elle être formulée?

- 5) Dans quelle mesure le choix du cadre de conduite de la politique monétaire dans une économie ouverte comme celle du Canada doit-il tenir compte du modèle adopté par d'autres pays (dont les États-Unis)? Les choix faits ailleurs doivent-ils être pris en considération dans l'évaluation comparative des coûts et des avantages associés à une cible de niveau des prix et à une cible d'inflation?

La Banque axera ses recherches sur ces différents thèmes, auxquels pourront venir s'ajouter des questions déjà abordées mais méritant un réexamen, ainsi que tout nouvel enjeu qui émergera. L'institution invite aussi les économistes de l'extérieur à se pencher avec elle sur ces sujets. Comme il a été mentionné dans l'introduction, l'objectif est de mener ces recherches à terme bien avant 2011, afin que l'on dispose d'assez de temps pour pouvoir débattre ouvertement des résultats et de leurs implications. Nous ignorons, bien sûr, quelles réponses nous obtiendrons aux questions posées, mais nous savons une chose : les résultats et les conclusions dégagés seront plus solides s'ils font l'objet d'un débat ouvert, approfondi et vigoureux parmi l'ensemble des chercheurs et tous ceux qui s'intéressent à ces questions.

directement du recul de l'incertitude relative au niveau des prix. La tâche des autorités pourrait se compliquer encore s'il devait survenir plusieurs chocs importants de prix relatifs, comme une hausse persistante des prix de l'énergie. Ce genre de choc exigerait des baisses considérables des autres prix pour que l'IPC global retourne sur la trajectoire établie¹⁰.

Cependant, certaines recherches donnent à penser que l'adoption d'une cible de niveau des prix pourrait au contraire réduire l'amplitude des cycles économiques (Svensson, 1999; Ball, Mankiw et Reis, 2005). À condition d'être crédible et bien comprise, la cible définirait pour les attentes de prix des propices à une diminution de la variabilité de la production et de l'inflation. Lorsqu'un choc fait passer le niveau des prix sous la cible, les ménages et les entreprises s'attendraient à ce que ce dernier augmente prochainement sous l'effet d'un assouplissement de la politique monétaire destinée à ramener le niveau des prix à la cible. Ils qui viendrait renforcer les mesures prises par la banque centrale et modérer les fluctuations de la production. On observerait le même phénomène, mais en sens inverse, si un choc poussait le niveau des prix au-dessus de la

cible.

Les attentes à l'égard du niveau des prix étant mieux ancrées, la réorientation de l'activité économique ne nécessiterait pas des variations aussi fortes des taux d'intérêt nominaux¹¹. La réduction de celles-ci,

10. En supposant que l'IPC global (ou l'IPC global hors impôts indirects) demeure l'indice pris pour cible, l'après certains travaux, d'autres indices seraient mieux adaptés à un régime de cibles définies en fonction du niveau des prix.

11. C'est-à-dire que le taux d'intérêt réel augmenterait davantage que le taux nominal quand le niveau des prix s'élève au-dessus de la cible, et diminuerait plus que le taux nominal dans le cas inverse.

En rendant plus certaine l'évolution que connaîtra le niveau des prix dans un avenir éloigné et en réduisant au maximum une source d'incertitude inutile, la poursuite d'une cible de niveau des prix pourrait faire diminuer les risques liés aux obligations financières à long terme contractées par les entreprises et les ménages, et accroître le bien-être économique général. Le nombre grandissant de retraités qui touchent un revenu fixe seraient les premiers à y gagner. Des recherches sont en cours afin de quantifier les avantages que présenterait une plus grande certitude au sujet du niveau des prix, ainsi que les coûts associés à l'application d'une telle stratégie (Batini et Yates, 2003; Vestin, 2006; Berg et Jonung, 1999).

L'adoption d'une cible de niveau des prix soulève plusieurs questions. Réussirait-on, par exemple, à expliquer au grand public le fonctionnement d'une telle cible? Une compréhension claire de l'objectif de la politique monétaire et de l'engagement de la banque centrale à l'égard de celui-ci est un élément crucial de tout régime de cibles, puisque les attentes concernant l'évolution des prix jouent un rôle primordial dans la transmission de la politique monétaire.

Par ailleurs, certains craignent que l'établissement d'une cible fondée sur le niveau des prix n'entraîne des fluctuations plus fortes de la production. La correction des écarts passés par rapport à la cible pourrait en effet obliger les autorités monétaires à pousser l'économie à produire au-delà de sa capacité, ou bien à freiner l'activité pour engendrer une offre excédentaire. Par conséquent, même en supposant que la banque centrale réussisse à atteindre sa cible, il se pourrait que le prix à payer pour cela, soit une variabilité accrue de la production et de l'emploi, l'emporte sur les gains tirés

de celle d'une cible d'inflation par la manière dont la banque centrale traite les écarts constatés par rapport à la cible. Dans les régimes de cibles d'inflation actuels, les dérapages passés sont considérés comme un fait accompli, sur lequel il n'y a pas lieu de revenir. Les variations ponctuelles du niveau des prix sont donc permises, et les autorités cherchent simplement à ramener l'inflation future (soit l'inflation projetée) à la cible visée. À l'opposé, dans un régime où le niveau des prix est pris pour cible (lequel pourrait toutefois augmenter avec le temps), la banque centrale doit modifier de temps à autre l'objectif d'inflation à court terme afin de résorber tout écart cumulé par rapport au niveau des prix visé. Quand le niveau des prix passe au-dessous (au-dessus) de la cible, la banque centrale doit viser un taux d'inflation légèrement supérieur (inférieur) pendant un certain temps pour que le niveau des prix retourne au niveau visé⁹. Lorsque le niveau des prix correspond à la cible, l'objectif d'inflation à court terme n'a pas à être ajusté.

Dans un régime de cibles d'inflation, le taux moyen d'accroissement des prix devrait tendre vers la valeur visée en longue période, à condition que les chocs frappant l'économie surviennent de façon aléatoire et que la banque centrale s'efforce systématiquement d'atteindre la cible. Il reste que l'incertitude au sujet du niveau futur des prix s'accroîtra indéfiniment à mesure que l'horizon de planification s'allonge, puisque, dans pareil régime, les autorités ne cherchent pas à ramener le niveau des prix sur une trajectoire préétablie. Cette incertitude pourrait être limitée si la banque centrale prenait directement pour cible le niveau des prix et s'engageait à compenser les dérapages ou déviations inattendues des prix dans une direction par des mouvements futurs de sens opposé.

9. Selon des recherches préliminaires, l'horizon approprié pour le retour à la cible serait de trois à quatre ans dans le cas d'une cible de niveau des prix, alors que l'horizon retenu pour la cible d'inflation est de six à huit trimestres (Smets, 2003).

reliancer ainsi l'économie. De l'avis de certains observateurs, la poursuite d'une cible d'inflation égale à zéro accroîtrait la probabilité de basculer dans une « trappe à

liquidité ».

Compte tenu des enjeux, des recherches ont été entreprises sur plusieurs fronts afin de trouver un moyen d'éviter un tel scénario. Certains chercheurs ont avancé que le Japon ne serait peut-être pas tombé dans une trappe à liquidité s'il s'était fixé une cible explicite d'inflation ou de niveau des prix (Svensson, 2001). D'autres se sont mis en quête d'outils susceptibles d'aider la banque centrale à stimuler une économie ayant plongé dans une trappe à liquidité. Leur conclusion est que les autorités monétaires peuvent surmonter en bonne partie le problème soulevé par la borne du zéro en utilisant leurs communications pour influencer sur les attentes à l'égard de l'évolution future des taux d'intérêt directeurs et en procédant à des opérations d'open market sur un éventail élargi de titres (Bernanke, Reinhart et Sack, 2004). Ils reconnaissent néanmoins que les effets de la politique monétaire sont incertains lorsque les taux d'intérêt se situent à zéro ou très près de zéro. Une troisième voie de recherche consiste à étudier l'effet que le choix d'une cible basée sur le niveau des prix pourrait avoir sur les attentes d'inflation. Des travaux récents donnent à penser que la probabilité de se heurter à la borne du zéro pourrait fortement diminuer si la réduction du taux d'inflation vise s'accompagnerait de l'établissement d'une trajectoire cible pour l'évolution du niveau des prix. Autrement dit, la conjugaison de ces deux mesures pourrait aider à venir à bout du problème posé par la recherche d'un taux d'inflation « trop bas » (Eggertsson et Woodford, 2003; Wolman, 2003).

3.2 La poursuite d'une cible de niveau des prix

La poursuite d'une cible fondée sur le niveau des prix se distingue principalement

raisonnablement entre 0,5 et 0,6 point de pourcentage (Rossiter, 2005)⁷. Par ailleurs, rien n'indique que le bas niveau de l'inflation ait entraîné l'ajustement du marché du travail. On peut certes déceler une certaine rigidité à la baisse des salaires nominaux, mais celle-ci ne paraît pas s'être traduite par une hausse du taux de chômage moyen. Le chômage au Canada a même enregistré ses plus bas taux en 30 ans⁸. Il s'ensuit que ces deux arguments contre l'adoption d'une cible d'inflation inférieure ne semblent pas des plus solides, encore qu'ils puissent revêtir une certaine importance pour ce qui est de savoir jusqu'où la cible pourrait être abaissée. Un examen plus approfondi de la question s'impose.

La troisième objection — à savoir la borne qui limite à zéro les taux d'intérêt nominaux — a été l'objet d'une attention considérable ces dernières années, et il est essentiel de bien en cerner les implications pour évaluer les avantages nets à tirer d'une réduction de la cible d'inflation ou de la définition d'une trajectoire cible pour l'évolution du niveau des prix. L'intérêt que cette question suscite s'explique en partie par l'expérience récente du Japon, qui a été aux prises avec une déflation persistante et une faible croissance de sa production durant la majeure partie des années 1990 et la première moitié des années 2000. Au cours de cette période, les autorités nippones ont eu la difficile tâche de chercher à mettre en œuvre une politique monétaire expansionniste alors que les taux d'intérêt au pays étaient déjà nuls ou presque. Allée à la limite la capacité de la Banque du Japon d'abaisser les taux d'intérêt réels et de

7. Voir aussi Crawford (1998).

8. Aketof, Dickens et Perry (1996), Fortin (1996) et Fortin et autres (2002) soutiennent que l'établissement de la cible d'inflation à un trop faible niveau peut nuire à l'ajustement nécessaire des salaires réels. Selon eux, l'adoption d'une cible inférieure à 3 ou 4 % pourrait avoir pour effet de hausser le taux de chômage moyen et de réduire la production potentielle. Les travaux effectués à la Banque et ailleurs ont montré que, si des rigidités à la baisse caractérisent bel et bien les salaires nominaux, elles n'ont pas d'incidence économique appréciable; autrement dit, il est impossible d'en déceler les effets sur l'emploi et la production. Voir Crawford et Wright (2001) et Banque du Canada (2001b).

d'inflation de seulement 2 %, le niveau des prix double environ tous les 35 ans. S'il est vrai que l'érosion du pouvoir d'achat est à peine perceptible d'une année à l'autre, elle peut poser un grave problème à la longue. Cette érosion est particulièrement dommageable pour les retraités dont le revenu est fixé⁹. Elle peut aussi fausser les signaux de prix, en raison de la confusion possible entre les mouvements des prix relatifs et les variations du niveau général des prix, et imposer des « coûts d'échiquetage » aux entreprises en les obligeant à réviser régulièrement leurs prix. Il importe donc de savoir si la réduction de la cible d'inflation à moins de 2 % procurerait des avantages assez substantiels pour compenser les coûts de transition dont pourrait s'accompagner la réalisation d'un taux d'inflation inférieur en permanence (Ragan, 1998).

Les raisons les plus souvent invoquées contre la poursuite d'une cible d'inflation plus proche de zéro sont au nombre de trois : 1) la présence d'une erreur de mesure dans les indices de prix existants; 2) les effets de la rigidité à la baisse des salaires nominaux sur le marché du travail; et 3) le problème posé par l'impossibilité pour les taux d'intérêt nominaux de descendre sous la barre de zéro. Du point de vue de la politique monétaire, la force des deux premières objections semble avoir diminué avec le temps. D'après les estimations, le biais entraînant à la hausse la mesure que le taux d'augmentation de l'IPC donne de l'inflation au Canada serait modeste⁶. Les recherches menées récemment à la Banque arrivent à la conclusion que l'erreur de mesure propre à l'IPC canadien atteint au maximum 0,75 point de pourcentage et se situe plus

5. Certaines pensions, dont celles versées par le Régime de pensions du Canada et la Sécurité de la vieillesse, sont indexées. L'ajustement relatif à l'erreur de mesure repose sur l'hypothèse voulant que les erreurs soient, en moyenne, de taille relativement importante et de signe positif, de sorte que les indices de prix du genre de l'IPC surestiment le vrai coût de la vie. Le choix d'un taux d'inflation cible trop bas pourrait ainsi créer un biais déflationniste inflationnaire et éloigner l'économie de la véritable stabilité des prix.

possible d'améliorer le cadre de maîtrise de l'inflation pour atteindre de meilleurs résultats économiques a retenu l'attention des chercheurs. Ceux-ci se sont principalement penchés sur les avantages nets que pourrait présenter l'adoption d'une cible d'inflation inférieure ou la définition d'une trajectoire cible pour l'évolution du niveau des prix plutôt que pour l'inflation. Cependant, leurs travaux n'en sont qu'à leurs débuts, et un certain nombre de questions demeurent sans réponse.

La Banque entend donc mener un programme de recherche pour approfondir ces travaux au cours des trois prochaines années, et elle invite les chercheurs intéressés à se joindre à elle dans cette entreprise. Deux grandes séries de questions seront abordées :

- Quels sont les avantages et les inconvénients de la poursuite d'une cible de moins de 2 %? En résulterait-il un bénéfice appréciable pour l'économie et les ménages canadiens?
- Quels sont les avantages et les inconvénients de l'abandon de la cible d'inflation actuelle en faveur d'une cible basée sur le niveau des prix? La poursuite d'une telle cible serait-elle nettement plus profitable à l'économie et aux ménages canadiens?

Un important volet de ces travaux consistera à examiner la mesure dans laquelle le choix du cadre de conduite de la politique monétaire dans une économie ouverte comme celle du Canada doit tenir compte du type de régime mis en place par un important partenaire commercial.

3.1 La poursuite d'une cible d'inflation inférieure

Le maintien du taux d'inflation annuel au niveau bas, stable et prévisible de 2 % a pour effet d'éliminer une grande partie de l'incertitude et des coûts économiques associés à une inflation élevée et volatile, comme celle que les Canadiens ont dû affronter durant les années 1970 et 1980. Toutefois, il ne supprime pas la totalité des coûts de l'inflation. Même avec un taux

logement. Par conséquent, la mission de la banque centrale demeure essentiellement la même, soit de concentrer ses efforts sur les conséquences que peuvent avoir des perturbations économiques, comme des chocs de prix des actifs, sur l'inflation et la production et d'y réagir de manière compatible avec la réalisation de la cible d'inflation à long terme. Il est possible cependant que les autorités monétaires doivent faire preuve d'une certaine souplesse en ce qui concerne le délai nécessaire pour l'atteinte de cet objectif. Elles pourraient ainsi être amenées à tolérer une moins bonne tenue de l'inflation au cours de la période normalement considérée, en échange peut-être d'une stabilité accrue, à un horizon un peu plus long, sur les plans économique et financier ainsi que sur le plan de l'inflation.

Bien qu'il puisse être opportun, dans des circonstances exceptionnelles, que les autorités monétaires interviennent face à l'évolution des prix des actifs et que, ce faisant, elles prolongent l'horizon auquel l'inflation doit retourner au niveau cible, la Banque est d'avis que, dans la plupart des cas, le délai de six à huit trimestres que prévoit le cadre actuel demeure pertinent⁴. Si la Banque devait juger approprié de modifier l'horizon de la cible d'inflation, elle indiquerait, dans ses communications, les raisons d'un tel changement et les mesures qu'elle entend prendre.

3. QUESTIONS À APPROFONDIR

Quinze ans après l'établissement au Canada d'un régime de cibles d'inflation, il ne fait aucun doute que la mise en œuvre d'une politique monétaire axée sur le maintien de l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible a favorisé l'efficacité de l'économie du pays et la prospérité de ses habitants. Depuis quelques années, la question de savoir s'il est encore

4. Voir Selody et Wilkins (2004) et Tetlow (2006). La difficulté d'établir quels mouvements de prix des actifs méritent l'adoption de mesures spéciales de politique monétaire complique encore grandement l'application de cette stratégie dans la pratique.

questions sur la façon dont les banques centrales devraient évaluer les fluctuations des prix des actifs et y réagir³.

À la fin des années 1990 et au début des années 2000, la Banque partageait l'opinion commune aux banques centrales de par le monde selon laquelle les autorités monétaires ne devaient accorder une attention particulière aux prix des actifs que dans la mesure où ceux-ci fournissaient de l'information supplémentaire sur les niveaux futurs de la production et de l'inflation et ne devaient en conséquence réagir aux mouvements de ces prix qu'à l'intérieur du cadre existant de conduite de la politique monétaire. Un autre courant de pensée prônait une redéfinition de l'indice des prix pour cible en vue de reconnaître de façon plus explicite l'importance d'une stabilisation des prix des actifs dans la formulation de la politique monétaire. Trois grands arguments ont été opposés à cette thèse. Premièrement, on a fait valoir qu'il est très difficile de repérer les bulles d'actifs et plus encore de les corriger. Deuxièmement, les outils traditionnels pour la conduite de la politique monétaire ne se prêtent pas bien à une rectification des déséquilibres de prix sur le marché des actifs. Enfin, la meilleure façon dont les banques centrales peuvent contribuer à la stabilité économique dans le contexte d'une bulle d'actifs consiste à réduire au maximum les dommages causés par l'éclatement de cette bulle en adoptant rapidement les mesures correctives nécessaires (Laidler, 2004).

Depuis le début de la présente décennie, l'opinion à laquelle se ralliaient les banques centrales s'est un peu modifiée. Il existe encore un consensus général, auquel la Banque du Canada continue de souscrire, sur le fait qu'il n'y a pas lieu d'accorder de reconnaissance spécifique aux prix des actifs dans l'indice pris pour cible, au-delà de la place dévolue déjà dans l'TPC aux coûts du

qu'à eu la poursuite de cibles sur les attentes observées y a grandement contribué (Levin, Natalucci et Figer, 2004). Du point de vue de la mise en œuvre de la politique monétaire, cela signifie qu'il pourrait être possible, dans certains cas, de contre les chocs tant réels qu'anticipés sur une période un peu plus courte.

Parallèlement, des études effectuées à la Banque du Canada à l'aide de modèles macroéconomiques détaillés en vue de simuler les effets d'un large éventail de perturbations ont montré que certains chocs ont des conséquences plus tenaces que d'autres, de sorte que le retour de l'inflation à la cible pourrait exiger plus de temps (Colletti, Selody et Wilkins, 2006). Les exemples les plus souvent cités à cet égard sont les chocs importants de prix des actifs, comme une chute des cours boursiers ou des prix des matériaux.

La conclusion que la Banque a tirée de l'ensemble de ces recherches est que l'horizon actuel de six à huit trimestres pour le retour de l'inflation à la cible demeure généralement approprié, quoique, dans certaines circonstances, une période légèrement plus courte ou plus longue puisse être considérée. La Banque fournira une analyse approfondie des chocs touchant l'économie canadienne et des mesures mises en place pour y remédier dans ses livraisons du *Rapport sur la politique monétaire*.

2.3 Les prix des actifs

Les prix des actifs ont été au cœur de certains des plus vifs débats qui ont eu lieu ces dernières années au sujet de la politique monétaire. La folle envolée des prix des actifs au Japon puis leur effondrement soudain à la fin des années 1980 nous ont rappelé que la stabilité des prix à la consommation n'est pas garante de la stabilité économique et financière. Le même message est ressorti de l'éclatement de la bulle technologique qui a secoué l'Amérique du Nord dix ans plus tard. Ces événements ont soulevé d'importantes

3. Nous examinons ici les mouvements des prix des actions et de la politique monétaire de janvier 2005 et dans de nombreux discours. de façon assez détaillée dans la *Mise à jour du Rapport sur la* exposé son point de vue sur les fluctuations des taux de change des maisons, sans aborder ceux des taux de change. La Banque a

tout un éventail d'indicateurs en vue d'évaluer la tendance fondamentale de l'inflation. Ce faisant, elle doit toujours faire preuve de beaucoup de discernement et ne pas s'en remettre à une seule mesure.

2.2 L'horizon visé pour le retour de l'inflation à la cible

Dans la note d'information qu'elle a publiée en 2001 au moment de la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation, la Banque affirmait ce qui suit : « Les chocs subis par l'offre et la demande peuvent imprimer à l'inflation des mouvements que la politique monétaire ne peut corriger à brève échéance, du fait qu'elle agit avec un certain décalage. La politique monétaire cherchera donc à ramener le taux d'inflation vers le point médian visé à un horizon de six à huit trimestres » (Banque du Canada, 2001a). Des recherches plus récentes, menées par des économistes de la Banque en prévision du renouvellement de la cible, indiquent que l'horizon de six à huit trimestres demeure une estimation raisonnable du délai moyen que doit se fixer l'institution pour ramener l'inflation à la cible de 2 % à la suite d'un choc.

Au cours des quinze dernières années, l'inflation semble être devenue nettement moins persistante. Le coefficient d'auto-corrélation du taux d'inflation trimestriel (mesure souvent utilisée pour évaluer la persistance d'une variable), qui était d'environ 0,8 durant les années 1980, est essentiellement nul depuis dix ans. Durant les périodes antérieures, l'inflation affichait une inertie considérable, et il était difficile de la faire redescendre une fois qu'elle s'était inscrite en hausse. Maintenant, elle a tendance à regagner plus rapidement la cible de 2 % après une perturbation. Ce phénomène n'est pas unique au Canada et a été relevé dans plusieurs autres pays industriels ayant réussi à faire fléchir leur inflation. Bien que l'on ne puisse attribuer l'atténuation de la persistance de l'inflation à un seul facteur, il ne fait aucun doute que l'effet d'ancrage

(Macklem, 2001). Comme l'illustre le Tableau 3, la volatilité d'IPCX est bien inférieure à celle de l'IPC global. De même, les taux d'augmentation moyens de l'IPC global et d'IPCX pour toutes les sous-périodes écoulées depuis l'adoption de cibles d'inflation au Canada sont similaires.

Les attentes d'inflation étant de plus en plus fermement ancrées, l'inflation mesurée par l'indice de référence a perdu quelque peu de son utilité comme indicateur du taux d'accroissement futur de l'IPC global. Des études empiriques récentes donnent toutefois à penser qu'IPCX présente toujours des avantages sur le plan de l'information et qu'il permet à la Banque d'évaluer la tendance fondamentale de l'inflation avec plus de précision que si elle se fait uniquement à l'IPC global (Armour, 2006; Armour et Laflèche, 2006).

Tableau 3			
Évolution comparée de l'inflation selon l'IPC global et l'indice de référence			
		1991M2-1995M12	2001M5-2006M10
Taux d'accroissement sur 12 mois (%)			
IPC global	2,2	1,8	2,3
Indice de référence (IPCX)	2,1	1,5	2,0
Écart-type			
IPC global	1,8	0,7	0,9
Indice de référence (IPCX)	0,4	0,4	0,5

La Banque entend continuer à privilégier l'IPCX comme indice de référence pour mesurer l'inflation fondamentale. Mais d'autres indices, tel l'IPC, fournissent aussi des renseignements utiles². Il importe de souligner à cet égard que, comme par le passé, la Banque continuera de suivre de près

2. Dans la mesure l'IPC, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante. La Banque rend régulièrement compte de l'évolution de cet indice dans les livraisons du *Rapport sur la politique monétaire*.

sur douze mois de l'IPC global. Celui-ci demeure en effet la mesure de l'inflation la plus couramment utilisée au pays et fournit l'estimation la plus pertinente de l'évolution du coût de la vie pour la majorité des Canadiens.

L'inflation mesurée par l'IPC global peut toutefois être l'objet d'une très faible variabilité et de ce fait ne constitue pas toujours le meilleur indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation ni, par conséquent, du taux d'accroissement futur de l'IPC global. À cause du temps que mettent les mesures de politique monétaire à faire sentir leurs effets, la Banque doit se concentrer sur le niveau attendu de l'inflation dans un an et demi ou deux. Les mesures de l'inflation fondamentale, conjuguées aux indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité, se sont révélées utiles pour donner une idée de l'inflation sous-jacente et du taux d'augmentation futur de l'IPC global. C'est pourquoi la Banque recourt à une mesure de ce genre comme indice de référence pour la guider dans la conduite de la politique monétaire.

Il convient toutefois de noter que l'indice de référence retenu pour mesurer l'inflation fondamentale n'est un guide utile que si l'on prévoit que son évolution et celle de l'IPC global seront semblables. Si cela ne devait pas être le cas, à cause de variations persistantes attendues des composantes de l'IPC exclues de l'indice de référence, la préséance serait donnée à l'IPC global. Autrement dit, la Banque se verrait dans l'obligation d'abaisser ou de hausser le taux d'accroissement souhaité pour l'indice de référence afin d'atteindre la cible fixée pour l'IPC global.

L'indice de référence qu'utilise la Banque (IPCX) exclut bon nombre des composantes les plus volatiles du panier de l'IPC global. Les composantes omises, au nombre de huit, sont les fruits, les légumes, l'essence, le mazout, le gaz naturel, le transport interurbain, le tabac et les intérêts sur prêts hypothécaires; l'IPCX exclut également directs sur les autres composantes de l'IPC

partie aux changements structurels qui se sont opérés ces dernières années. La plus grande stabilité des prix amenée par le régime de cibles d'inflation y a aussi contribué dans une large mesure, en aidant les ménages et les entreprises du pays à mieux décoder les signaux transmis par les prix, à réagir plus rapidement aux variations des prix relatifs et, globalement, à allouer plus efficacement les ressources.

2. LE CADRE DE MAÎTRISE DE L'INFLATION : REVUE DE QUELQUES GRANDES QUESTIONS

En prévision du renouvellement de la cible d'inflation qui vient d'être annoncée, le personnel de la Banque a passé en revue la littérature pertinente et entrepris de nouvelles recherches sur un certain nombre de sujets. Plusieurs de ceux-ci avaient d'ailleurs tenu une grande place dans les travaux que la Banque avait menés préalablement à la reconduction de la cible en 2001. L'institution a pu tirer des travaux récents de son personnel des conclusions sur la manière d'envisager trois questions clés du point de vue du cadre qui régira la conduite de la politique monétaire durant les cinq années d'application de la nouvelle entente. Ces questions, que nous examinons ci-après, concernent l'utilité de l'indice mesurant l'inflation fondamentale comme guide dans la formulation de la politique monétaire, l'horizon approprié pour le retour de l'inflation à la cible après un choc économique et les implications des variations des prix des actifs.

Les recherches effectuées sur le niveau et la forme appropriés de la cible d'inflation ont été moins concluantes et devront être approfondies, comme on le verra à la section 3.

2.1 L'utilité de la mesure servant d'indicateur de la tendance fondamentale de l'inflation

La cible d'inflation continuera d'être définie en fonction du taux d'augmentation

1.3 La croissance de la production, l'emploi et les marchés financiers

Une raison importante justifiant la conduite d'une politique monétaire axée sur un taux d'inflation bas, stable et prévisible est la fait que cette dernière contribue à la stabilité économique et financière en général. Le Tableau 2 reprend certaines des données exposées au Tableau 1 et étend l'analyse aux taux d'intérêt, à la croissance de la production et à l'emploi. Si de nombreux facteurs ont

Tableau 2									
Résultats économiques du Canada									
Moyenne (%)									
Taux d'aug- mentation de l'IPC sur 12 mois		Croissance du PIB réel ¹		Taux de chômage		Taux d'intérêt à 3 mois		Taux d'intérêt à 10 ans	
1975M1- 1991M1		1991M1- 2006M10		1991M1- 2006M10		1991M1- 2006M10		1991M1- 2006M10	
2,3	7,1	2,1	2,0	2,3	8,9 ²	10,9	10,8	4,7	4,7
Écart-type									
1975M1- 1991M1		1991M1- 2006M10		1991M1- 2006M10		1991M1- 2006M10		1991M1- 2006M10	
2,6	2,9	3,1	3,4	2,6	7,2	3,0	10,8	4,7	4,7
Taux d'aug- mentation de l'IPC sur 12 mois									
0,9	2,9	1,3	2,0	0,9	1,6	3,8	1,7 ²	3,0	2,0
Croissance du PIB réel ¹		Croissance du PIB réel ¹		Croissance du PIB réel ¹		Croissance du PIB réel ¹		Croissance du PIB réel ¹	
0,5	1,7 ²	1,6	1,0	0,5	0,7	1,2	1,6	0,9	0,5
Taux d'intérêt à 3 mois									
Taux d'intérêt à 10 ans									

1. Taux de croissance trimestriel annualisé pour les périodes 1975T1 à 1991T1, 1991T2 à 2006T2, 1995T4 à 2006T2, 2001T2 à 2006T2
2. 1976M1-1991M1. La période considérée commence en janvier 1976 en raison de l'introduction d'une nouvelle enquête sur la population active à ce moment-là.

1.4 L'ajustement aux chocs macroéconomiques

Au cours des cinq dernières années, l'économie canadienne a été frappée par un certain nombre de chocs d'origine interne et externe, dont l'éclatement de la bulle technologique à l'échelle internationale, les attentats du 11 septembre 2001, les scandales financiers, le SRAS, la maladie de la vache folle et l'escalade des cours du pétrole. Elle a également dû composer avec l'accèsion de la Chine, de l'Inde et d'autres pays à marché émergent au rang des grandes puissances économiques. Enfin, le dollar canadien a connu une vive appréciation à partir de 2003, sous l'effet surtout de la forte demande mondiale de matières premières (notamment l'énergie) dont le Canada est un producteur, ainsi que des prix élevés de celles-ci. Bien que l'ajustement à ces chocs se soit avéré pénible, l'économie du pays a fait preuve de plus de flexibilité et d'adaptabilité que cela n'avait été le cas par le passé, quand elle avait été soumise à des chocs semblables. Cette flexibilité accrue est attribuable en bonne

niveau en 30 ans.

concouru à la meilleure tenue de ces autres indicateurs, le régime de cibles d'inflation adopté par le Canada a certainement joué un rôle non négligeable (Jenkins et O'Reilly, 2001; Longworth, 2002). Le recul des attentes d'inflation et leur arrimage de plus en plus ferme à la cible d'inflation ont rendu possible une importante diminution du niveau et de la volatilité des taux d'intérêt nominaux, tant à court qu'à long terme. Ce solide ancrage des attentes d'inflation a favorisé la conclusion de contrats à plus longue échéance sur les marchés du travail et les marchés financiers, ainsi qu'un recours moins fréquent aux clauses d'indexation sur le coût de la vie. Du côté de l'économie réelle, la croissance de la production a été dans l'ensemble plus élevée et bien plus stable au cours de la période de 1991 à 2006, tandis que le taux de chômage est tombé à son plus bas

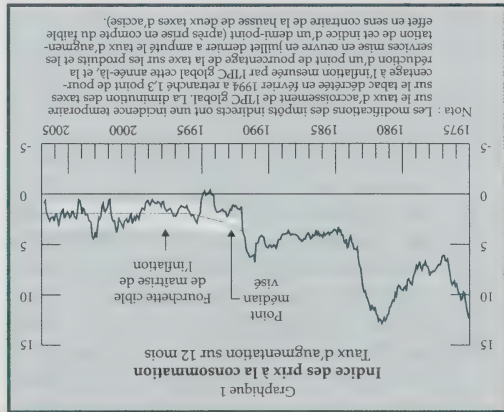


intéressés. Dans la seconde, les attentes sont estimées à partir des écarts de rendement entre les obligations à rendement nominal et à rendement réel (Reid, Dion et Christensen, 2004). Le Graphique 2 présente des résultats représentatifs obtenus à l'aide des deux méthodes. L'une comme l'autre tendent à indiquer que les attentes d'inflation ont sensiblement baissé après l'introduction des cibles, pour ensuite se stabiliser près du taux de 2 % visé. Les projections relatives à l'inflation établies par des experts ont très rapidement convergé vers la cible, tandis que les attentes estimées à partir des écarts de rendement n'en ont fait autant que lorsque les détenteurs d'obligations ont acquis la conviction que la politique budgétaire du Canada avait été remise sur les rails. Il convient également de souligner que les estimations fondées sur les écarts de rendement sont plus variables, principalement à cause de la nature du marché des obligations à rendement réel. Par exemple, bien que le creusement des écarts observé depuis deux ans dénote une certaine hausse des attentes d'inflation, il s'explique en partie par le fait que la demande d'obligations à rendement réel de la part des investisseurs institutionnels s'est renforcée, à une période où l'offre est restée relativement faible.

Deux méthodes sont couramment utilisées pour évaluer les attentes d'inflation. La première consiste à sonder des prévisionnistes professionnels et d'autres observateurs

macroéconomiques. La politique et la stabilité de l'environnement laquelle accroît à son tour la crédibilité de la conduite de la politique monétaire permet renforcer lui-même : un meilleur cadre de s'est instauré semble avoir la capacité de se plus efficace et plus efficiente. Le système qui rendu la conduite de la politique monétaire d'offre et de demande. Tous ces facteurs ont atténuer la sensibilité de l'inflation aux excès l'énergie sur les salaires et les prix, ainsi qu'à variations du taux de change et des cours de contribué à réduire les répercussions des d'inflation solidement arrivées ont aussi économiques et financières. Des attentes une meilleure allocation des ressources optique de plus long terme, ce qui a permis ainsi pu planifier leurs activités dans une tion. Les entreprises comme les ménages ont temps, ont aidé à ancrer les attentes d'inflation à un niveau bas et stable au fil du gement explicite des autorités à maintenir réduction de l'inflation, conjuguées à l'enga- Les succès remportés au chapitre de la

1.2 Les attentes d'inflation



montre que l'adoption de telles cibles et les succès remportés dans l'atteinte de ces dernières ont eu des effets positifs sur l'économie canadienne. Conjuguées à d'autres facteurs, en particulier une saine politique budgétaire, les cibles d'inflation ont joué de toute évidence un rôle extrêmement important. Tous les grands avantages qu'un régime de cibles d'inflation était censé procurer se sont effectivement matérialisés, et certains se sont même avérés supérieurs à ce que l'on attendait. L'ajustement à un taux d'inflation plus bas n'a toutefois pas été sans coûts, compte tenu de la situation très difficile que connaissait le Canada durant les années 1990-1991. Il a fallu un certain temps pour que le nouveau régime devienne crédible et pour que les attentes d'inflation s'alignent sur la cible, encore que ce délai a finalement été plus court que bien des analystes ne l'avaient cru possible. En contrepartie de ce coût d'ajustement ponctuel, le pays a joui depuis des bienfaits associés à un taux d'inflation bas, stable et prévisible.

1.1 La tenue de l'inflation

Le premier avantage que devait apporter un régime de cibles d'inflation était un taux d'inflation moins élevé et plus stable. Le Tableau 1 présente des statistiques sommaires sur l'inflation mesurée par l'IPC global, et ce, pour diverses périodes. Cette mesure de l'inflation est celle que publie régulièrement Statistique Canada pour l'ensemble du panier de consommation et correspond au taux d'inflation en fonction duquel est exprimée la cible.

Une comparaison de la période ayant précédé l'adoption de cibles d'inflation avec la période ayant suivi cette dernière met en lumière plusieurs différences. Premièrement, le taux d'inflation est sensiblement plus bas en moyenne depuis 1991 qu'il ne l'a été entre 1975 et 1991. Deuxièmement, sa variabilité, mesurée par l'écart-type du taux d'augmentation de l'IPC global, est aussi considérablement plus faible.

Tableau 1						
Taux d'inflation observé sur différentes périodes*						
Moyenne (%)		Écart-type		Pourcentage d'inflation des cas où l'inflation de la fourchette est restée à l'intérieur de la fourchette		
7,1		2,9		s.o.		
1975M1-1991M1		1,3		71		
1991M1-1995M12		0,9		80		
1995M12-2001M5		2,0		83		
2001M5-2006M10		1,8		77		

* Taux d'accroissement de l'IPC global sur 12 mois

L'inflation mesurée par l'IPC global s'est située en moyenne très près de 2 % pendant toute la période où des cibles ont été en vigueur, et en particulier depuis 1995. Entre cette année-là et aujourd'hui, le taux d'accroissement de l'IPC est demeuré à l'intérieur de la fourchette cible de 1 à 3 % dans 80 % des cas. En outre, le niveau de l'IPC pour 2006 est voisin de celui auquel on se serait attendu si un taux d'inflation d'exactement 2 % avait été enregistré chaque année depuis 1995¹.

Durant les cinq années visées par l'entente qui s'achève, le niveau moyen et la variabilité de l'inflation se sont quelque peu accrus par rapport à ce qu'ils étaient entre 1995 et 2001. Cette évolution est attribuable en grande partie aux importants chocs de prix qui ont frappé l'économie canadienne, en particulier la forte montée des cours mondiaux du pétrole. Dans l'ensemble, l'inflation a été remarquablement stable au Canada depuis 2001 (Graphique 1), surtout si on la compare à celle enregistrée dans les années 1970 et au début de la décennie suivante, alors que l'économie subissait les effets de chocs pétroliers similaires.

1. Si l'inflation s'était toujours chiffrée à exactement 2 % (soit le taux visé), le niveau de l'IPC dans les dix premiers mois de 2006 se serait établi en moyenne à 128,8. Or, un niveau moyen de 129,9 a été effectivement enregistré pour la période de janvier à octobre 2006; l'écart est donc de moins de 1 %. En octobre 2006 — le plus récent mois pour lequel nous disposons de données —, le niveau effectif des prix (129,7) est le même que celui qui aurait été constaté si un taux d'inflation d'exactement 2 % avait été enregistré chaque mois depuis décembre 1994.

Le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2011. En vertu de l'entente conclue, la Banque continuera de mener une politique monétaire axée sur le maintien de l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) à 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

Depuis que le Canada a adopté un régime de poursuite de cibles d'inflation, en 1991, l'inflation s'est établie à un niveau bas et stable, et les Canadiens et les Canadiennes en ont bénéficié de maintes façons. En effet, les progrès accomplis à ce chapitre ont permis aux consommateurs et aux entreprises de gérer leur situation financière en sachant mieux ce que sera le pouvoir d'achat futur de leur épargne et de leurs revenus. Un taux d'inflation bas et stable a également entraîné une réduction des taux d'intérêt, tant nominaux que réels. De façon générale, le niveau bas, stable et prévisible de l'inflation a favorisé une croissance économique plus régulière au pays, ainsi qu'un taux de chômage moins élevé et moins variable. La section 1 du présent document contient une évaluation des principaux avantages ayant découlé de la stratégie de maîtrise de l'inflation poursuivie au Canada.

En prévision du renouvellement de l'entente relative à la cible d'inflation, la Banque a examiné un certain nombre de questions afin de renforcer et de clarifier davantage le cadre à l'intérieur duquel elle conduira la politique monétaire au cours des cinq prochaines années. Les conclusions tirées par l'institution à l'égard de trois questions clés — le rôle de guide que joue la mesure de l'inflation fondamentale, l'horizon approprié pour le retour de l'inflation à la cible après un choc économique et les implications des variations des prix des actifs — sont exposées à la section 2.

L'application d'un régime de poursuite de cibles d'inflation au Canada s'est traduite par une tenue nettement meilleure de l'inflation et une plus grande stabilité

1. L'EXPÉRIENCE DU CANADA EN MATIÈRE DE CIBLES D'INFLATION

Néanmoins, il est toujours pertinent de se demander si le régime qui a été mis en place dans les années 1990 permettra à la politique monétaire de contribuer de façon optimale à l'essor de l'économie et au bien-être des Canadiens dans les décennies à venir. Dans cet esprit, la Banque compte mener un programme de recherche concerté au cours des trois prochaines années, dont les résultats seront publiés, aux fins de débat public, bien avant la prochaine date de renouvellement de la cible d'inflation, en 2011. Le but de cette recherche sera de nous aider à tirer des leçons de notre propre expérience et de celle des autres, et de déterminer quelles améliorations devraient être apportées, s'il y a lieu, au cadre de conduite de la politique monétaire. Conscient que des efforts de recherche larges et ouverts sont garants des meilleurs résultats, la Banque invite les autres parties intéressées à participer à cette initiative. La section 3 examine plus en détail les sujets et le programme envisagés.

Le Canada a adopté ses premières cibles d'inflation en février 1991. Initialement, l'objectif était de ramener l'inflation sous-jacente, qui se situait à environ 4 à 5 % au début de 1991, au niveau de 2 % avant la fin de 1995. Par la suite, la Banque s'est plutôt attachée à maintenir l'inflation au taux bas, stable et prévisible de 2 %. Les cibles d'inflation ont été reconduites à quatre reprises depuis 1991, soit en 1995, 1998 et 2001, et aujourd'hui en 2006. Le bilan de cette période

RECONDUCTION DE LA CIBLE
DE MAÎTRISE DE L'INFLATION
NOTE D'INFORMATION

BANQUE DU CANADA

Imprimé au Canada sur papier recyclé

Numéro de catalogue FB2-19/2006

ISBN 0-662-49624-8

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Note d'information — novembre 2006

Reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation

